



BANCA ALETTI & C

BANCA DI INVESTIMENTO MOBILIARE S.P.A.

EQUITY
RESEARCH

El.En.

ITALIA: SETTORE APPARECCHIATURE LASER NUOVO MERCATO

	Fatturato	Ebitda	Ebit	Utile netto	EV/Fatturato	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E	Yield
	Euro milioni	x	%						
1999	23,873	7,379	6,660	2,879	1,79	5,79	6,42	14,56	0,00%
2000	25,955	7,605	6,277	3,004	2,57	8,76	10,61	27,67	1,11%
2001E	31,147	6,921	5,722	2,967	1,65	7,44	9,00	27,91	1,15%
2002E	37,374	8,548	6,941	3,637	1,39	6,08	7,48	22,76	1,43%
2003E	44,850	10,616	8,710	4,513	1,16	4,91	5,98	18,35	1,72%

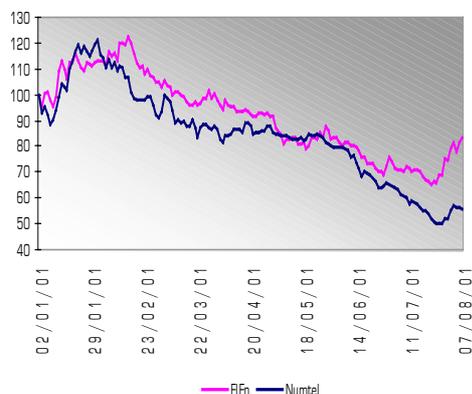
Fonte: El.En. e Banca Aletti & C. SpA

Prezzo al 8/8/2001 (in €):	18,0
Mkt cap (mln €):	82,8
N° azioni (mln):	4,6
Max – Min (52 sett. in €):	26,20-13,58
Raccomandazione	Add
Indice Nuovo Mercato:	2.384

Maggiori azionisti: A. Cangioli 13,52%; F. Muzzi 10,56%; G. Clementi 10,56%; B. Bazzocchi 10,56%; Banca Toscana 10,06%; Imm. del Ciliegio 6,71%; altri 15,34%.

Mercato 22,69%

Andamento quotazioni El.En. e indice Nuovo Mercato (base 2/1/2000=100).



Agosto 2001

- Il Gruppo El.En., costituito dalla capogruppo El.En. S.p.A. e da sei controllate, è attivo nella progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e apparecchiature laser destinati al settore medicale-estetico e al settore industriale.

- Il Gruppo è attivo nella produzione di:
 - sorgenti laser a gas, a stato solido o liquido,
 - apparecchiature laser medicali ed estetiche
 - sistemi laser industriali prevalentemente nelle applicazioni di taglio, marcatura e saldatura.

- Attraverso il rafforzamento della propria struttura commerciale e del network distributivo, il Gruppo si pone l'obiettivo di consolidare le quote di mercato acquisite e di espandersi nelle aree non ancora penetrate. Le strategie individuate riguardano il potenziamento dell'area della Ricerca e Sviluppo, l'arricchimento della gamma dei prodotti, acquisizione di una società operante nel settore medicale (probabilmente negli USA).

- L'esercizio 2000 evidenzia un fatturato di Lit. 50,25 miliardi, in crescita dell'8,7% sul 1999 realizzato nei due principali mercati di sbocco. Dal punto di vista geografico, l'incremento del fatturato è stato conseguito grazie all'espansione sui mercati esteri. Nonostante il peggioramento del reddito operativo, penalizzato dagli oneri connessi all'operazione di quotazione, l'utile risulta tuttavia in crescita del 4,4% raggiungendo la quota di Lit. 5,82 miliardi.

- Il I trimestre 2001 si è chiuso con una sostanziale stabilità del fatturato e con una flessione dei margini intermedi.

- Le previsioni per il triennio 2001/2003 indicano una crescita media annua (Cagr) del fatturato pari al 20% e del reddito operativo pari al 11,5%.

- Attraverso l'applicazione del metodo finanziario (Dcf) otteniamo un valore della Società di € 92,9 mln. corrispondente a un prezzo obiettivo per azione pari a € 20,19

Enrico Salvo (02-55222.5119)

enrico.salvo@alettibank.it

Lucia Ridolfi (02-55222.5125)

lucia.ridolfi@alettibank.it

LA STORIA

Cenni storici La Società nasce a Firenze nel 1981 con la denominazione di El.En. (Electronic Engineering), avente ad oggetto l'attività di progettazione, costruzione e vendita di apparecchiature elettroniche e meccaniche per l'industria e la ricerca.

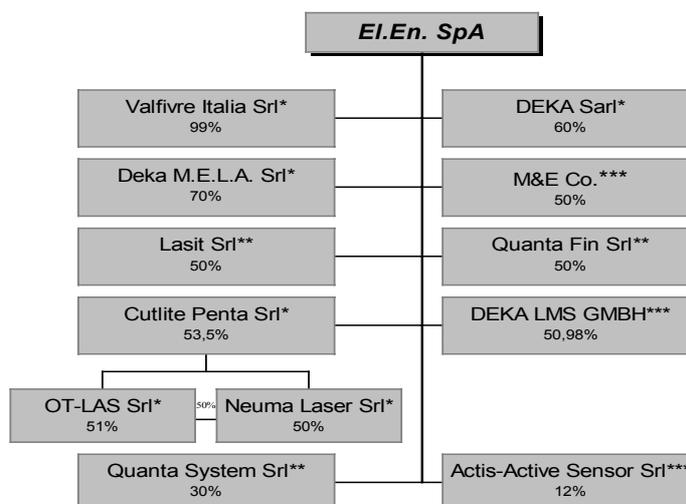
I primi strumenti A seguito di accordi di collaborazione con gli istituti di ricerca del CNR e dell'ENEA, la Società sviluppa le prime sorgenti laser a CO₂ per impiego nel campo medico sviluppando la tecnologia degli alimentatori a commutazione per laser. Nel 1984 la Società inizia a produrre i primi kit per laser terapeutici destinati a costruttori di sistemi biomedicali per la fisioterapia. Nel 1986 viene realizzato il primo strumento laser dentistico a CO₂ e apparati laser a CO₂ ad impiego ginecologico. Tra il 1987 e il 1990 sviluppa la propria tecnologia per applicazioni diverse realizzando il primo sistema di taglio laser prototipale per cartone e pelli, introduce la tecnologia digitale ed informatica nelle apparecchiature laser per la medicina ed avvia il progetto laser per l'angioplastica. Tra il 1990 e il 1999 si realizza l'attuale struttura di Gruppo attraverso numerose costituzioni e acquisizioni societarie (DEKA M.E.L.A., Lasit Srl, Cutlite Penta Srl, Laser Valfivre Sorgenti e Sistemi Spa, Quanta Fin Srl, Deka Sarl, OT-LAS Srl, Neuma Laser Srl ed M&E). Nel maggio 2000 entra a far parte della compagine sociale anche Banca Toscana mediante sottoscrizione di un aumento di capitale. Dal giorno 11 dicembre 2000 i titoli della Società El.En. S.p.A. sono trattati al Nuovo Mercato: al termine dell'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione, il capitale sociale passa da 3,6 miliardi a 4,6 miliardi di lire.

STRUTTURA DEL GRUPPO

El.En. è attualmente a capo di un gruppo industriale costituito da sette società controllate operanti nel medesimo macro settore laser, a ciascuna delle quali è riservata una nicchia applicativa ed una particolare funzione di mercato e ciò consente di coprire tutte le fasi del processo produttivo e distributivo.

Il seguente grafico sintetizza la struttura di Gruppo come risultava a fine maggio 2001.

Grafico 1 – Struttura del gruppo



* Consolidate integralmente

** Consolidate a patrimonio netto

*** Mantenate al costo

Fonte: El.En SpA.

La struttura del Gruppo si articola in società operanti nella progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e sistemi laser destinati ad una varietà di segmenti applicativi. A ciascuna di queste è assegnato uno specifico ruolo operativo, in virtù del segmento in cui opera e del settore applicativo ma la gestione è unitaria sotto il profilo degli indirizzi produttivi e distributivi. El.En. detiene anche altre partecipazioni in società operanti nel medesimo settore di attività senza tuttavia esercitarne il controllo.

In particolare le società del Gruppo svolgono le seguenti attività:

- **DEKA M.E.L.A. Srl** – commercializza apparecchiature laser medicali ed estetiche e relativi accessori in tutto il mondo ad eccezione di Spagna, Argentina, Belgio nei quali El.En. vende direttamente e della Francia dove i prodotti vengono commercializzati dalla controllata Deka Sarl;
- **Cutlite Penta Srl** – produce sistemi laser per applicazioni industriali di taglio piano e marcatura, installando su movimentazioni controllate da CNS le sorgenti laser di potenza prodotte da El.En.;
- **Valfivre Italia Srl** – si occupa di lavorazioni speciali e sviluppo e progettazione di sistemi laser per applicazioni di taglio, marcatura e saldatura oltre a svolgere attività di servizio per le imprese del Gruppo
- **Deka sarl e Deka LMS** distribuiscono, rispettivamente in Francia e Germania, apparecchiature laser medicali–estetiche prodotte da El.En. e relativi accessori; Deka Lms ha fatto ingresso nel perimetro di consolidamento dal 23 gennaio 2001.
- **OT-LAS Srl** – progetta e produce sistemi speciali di marcatura laser a CO₂ per decorazioni di grandi superfici. La Società ha cercato un riposizionamento della gamma dei prodotti, altamente innovativi, offerti nel settore della marcatura industriale;
- **Neuma Laser Srl** – è la società operativa per l’assistenza tecnica post-vendita, nonché per il servizio di supporto tecnico all’attività commerciale in Estremo Oriente e in Sud America, per le apparecchiature e sistemi laser industriali venduti dalle società del Gruppo ed in particolare sui sistemi prodotti dalle controllanti Cutlite Penta e Ot-Las. Attualmente opera in Estremo Oriente e in Sud America;
- **M&E** – è la società di distribuzione di laser medicali-estetici per l’area NAFTA e in particolare si concentra nel settore della epilazione laser;
- **Lasit Srl** – progetta e produce sistemi di scansione e sistemi completi per la marcatura laser;
- **Quanta Fin Srl** – società finanziaria la cui attività consiste principalmente nell’erogazione di finanziamenti a società del Gruppo;
- **Quanta System** – produce e distribuisce laser per la ricerca scientifica, sistemi laser di marcatura e apparecchiature laser medicali ed estetiche.

**Attività delle
società del
Gruppo**

L’organico del Gruppo è passato dalle 86 unità del 31 dicembre 1999 alle 105 unità del 31 dicembre 2000: le nuove assunzioni hanno interessato varie funzioni, in particolare la commerciale estera (in Francia) e la ricerca e sviluppo.

L’ATTIVITA’

Il core business dell’attività è costituito dalla progettazione, produzione e commercializzazione di sorgenti laser, apparecchiature laser per applicazioni medicali ed estetiche e sistemi laser per applicazioni industriali. A supporto della attività di vendita è stato realizzato un servizio di assistenza clienti.

**Sorgenti e
applicazioni**

L’attività del Gruppo si riferisce prevalentemente alle applicazioni medicali, estetiche ed industriali. El.En. coniuga le figure dei “produttori di sorgenti e/o componenti” e degli

“assemblatori” rientrando così a pieno titolo nella categoria dei “produttori integrati di sistemi completi”, costruendo sistemi completi progettati e prodotti al proprio interno assemblandoli con parti meccaniche, elettroniche e fluidodinamiche.

Tutte le attività del Gruppo ruotano attorno alla tecnologia laser, dispositivo che fornisce un fascio monocromatico e coerente di onde elettromagnetiche in grado di interagire, nelle applicazioni medicali ed estetiche, con i tessuti biologici in maniera diversa a seconda della lunghezza d'onda e dell'intensità di potenza che investe il tessuto. Nelle applicazioni industriali fornisce invece un fascio in grado di essere fortemente focalizzato e concentrato su una superficie estremamente ridotta, per tagliare o incidere con estrema precisione diversi materiali.

A livello di prodotti, il Gruppo produce sorgenti a gas, a stato solido o liquido rappresentate da un sistema ottico ed elettronico dal quale fuoriesce una forma di energia con particolari proprietà (fascio laser) utili per applicazioni in molti campi, tra cui quello medico, estetico ed industriale. Si rifornisce sul mercato di diodi laser che vengono integrati nei propri sistemi ed apparecchiature.

Oltre alle sorgenti laser il Gruppo progetta, produce e commercializza apparecchiature laser medicali ed estetiche e sistemi laser industriali, prevalentemente nelle applicazioni di taglio, marcatura e saldatura.

Tra i nuovi prodotti immessi nel mercato nel corso dei primi mesi dell'anno 2001 vengono segnalati un nuovo modello di DYE Laser per il trattamento di patologie vascolari cutanee come, per esempio, gli angiomi; un sistema per il trattamento non invasivo della cosiddetta cellulite e un apparecchio a luce pulsata per l'epilazione

- **Aarea medicale – estetica**

Nel campo medicale, le apparecchiature laser mettono a disposizione del medico una moderna versione del bisturi o dell'ago, sotto forma di fascio di onde elettromagnetiche che permette il taglio, la vaporizzazione, la coagulazione e la biostimolazione dei tessuti biologici. In questo ambito, i maggiori campi di applicazione sono la dermatologia, la chirurgia estetica, la fisioterapia, l'odontoiatria e la ginecologia che sfruttano sorgenti laser di vari tipi.

- **Area industriale**

Nel campo industriale, i sistemi laser consentono la realizzazione di macchine utensili nelle quali l'utensile non è di metallo o di composti metallici ma è costituito dal raggio laser che consente il taglio e la marcatura di metalli, legno, plastica, vetro, etc.

**Attività di
Ricerca e
Sviluppo**

El.En. S.p.A. investe oltre il 14% del fatturato annuo per attività di ricerca e sviluppo, considerata dal management la principale risorsa per mantenere posizioni di rilievo nei mercati di riferimento. Per proporre al mercato prodotti innovativi per una vasta gamma di applicazioni la Società si avvale anche della continua collaborazione con università e del coinvolgimento di ricercatori. Destina inoltre importanti investimenti nei sistemi di produzione, nel controllo di qualità, nel supporto post-vendita e nelle strutture informatiche al fine di garantire il miglior livello qualitativo dei prodotti e la migliore capacità di competizione a livello mondiale.

Nel corso dell'esercizio 2000 il Gruppo ha svolto, come negli anni precedenti, una intensa attività di ricerca e sviluppo finalizzata alla realizzazione di prodotti innovativi nonché di nuove metodologie applicative sia in campo medicale che in campo industriale. L'attività è finanziata in parte in base a contratti stipulati con enti di ricerca e con il MURST, nonché da rimborsi spese per il personale attribuiti anche in termini di crediti d'imposta. Nell'esercizio 2000 i costi sostenuti dal Gruppo per tale attività hanno rappresentato circa il 7,8% del fatturato, pari a circa 3.932 milioni di lire.

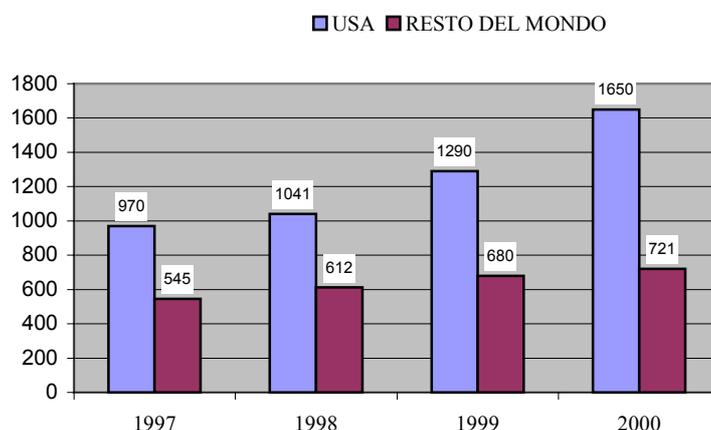
IL SETTORE

L'ambito operativo del Gruppo è rappresentato da un settore globale, tecnologicamente avanzato che presenta innumerevoli e diversificati sbocchi applicativi. Il mercato del laser, nelle sue diverse applicazioni, ha avuto a partire dall'introduzione della prima apparecchiatura commerciale nel 1960, un notevole sviluppo.

I laser sono oggi uno strumento utilizzato in numerose applicazioni identificabili nei quattro macro segmenti: medicale ed estetico, industriale, scientifico e militare. A seconda delle specifiche condizioni di impiego sono utilizzate tecnologie diverse: i diodi laser sono utilizzati nelle telecomunicazioni e nei sistemi a memoria ottica e si possono definire tecnologie ad alto consumo mentre gli altri laser vengono utilizzati per le applicazioni medicali ed estetiche, per i sistemi industriali e per le attività di ricerca.

Il mercato del laser

Grafico 2 - Mercato mondiale laser medicali - estetici (USD mln)



Fonte : El.En. SpA

Il mercato laser medicale, in cui opera El.En., ha mostrato negli ultimi anni un trend in continua crescita che ha influenzato tutti i settori di applicazione delle apparecchiature medicali ed estetiche. Il settore che presenta i più elevati tassi di crescita è quello diagnostico seguito dai laser per oftalmologia e per fisioterapia. Anche il segmento degli accessori e dei servizi riveste grande importanza.

Nel 1998 il fatturato mondiale delle apparecchiature laser medicali ha superato i 1.650 milioni di US\$ grazie all'effetto trainante di alcuni settori come la medicina e la chirurgia estetica. Nel 1999 l'incremento è stato stimato pari al 19% mentre per il 2000 l'incremento è stato del 16% rispetto al 1999.

Settore diagnostico: crescita elevata

LINEE STRATEGICHE

Il Gruppo si pone l'obiettivo strategico di consolidare ulteriormente le quote di mercato acquisite e di espandersi nelle aree non ancora penetrate anche attraverso azioni di rafforzamento della propria struttura commerciale e del network distributivo. Le strategie individuate dal management per il raggiungimento dei suddetti obiettivi sono sostanzialmente cinque:

Consolidamento quote di mercato

- **R&S:** continuare l'investimento significativo nel settore della ricerca e dello sviluppo quale strumento per sviluppare nuovi prodotti e servizi e per formare il proprio personale sulle nuove tecnologie;
- **Arricchimento della gamma dei prodotti:** introduzione di nuovi prodotti e servizi quali:
 - Laser DYE per lesioni vascolari;
 - Sistema a luce intensa pulsata per depilazione;
 - Sistema laser non invasivo per rimozione della cellulite;
 - Nuove sorgenti laser;
 - Sistema ad ottica mobile per taglio fustelle i cui prototipi sono già in funzione;
 - Macchine da taglio compatte;
 - Applicazioni specialistiche nel campo del restauro opere d'arte;
 - Apparecchiature di nuova generazione per la fisioterapia;
 - Sistemi di lavorazione dei gioielli;
 - Servizi innovativi di tele-assistenza.
- **Espansione della presenza internazionale:** lo scopo è di crescere in quei mercati in cui la presenza del Gruppo non è ritenuta soddisfacente. Allo scopo di sviluppare la comunicazione e la formazione della propria rete di vendita verrà avviata una politica di sostegno delle spese di promozione (pubblicità, fiere, sponsorizzazioni). In particolare il Gruppo intende aprire nuove filiali in Germania (dove nel gennaio 2001 è già avvenuta l'apertura di Deka Lms) e Spagna e rafforzare ed espandere la propria presenza nel mercato USA.
- **Acquisizione:** crescere prevalentemente per linee interne e, nel caso, per linee esterne (*joint ventures* ed acquisizioni).
El.En. di recente, con comunicato del 31 maggio 2001, ha ribadito l'obiettivo strategico di espandere la propria attività mediante operazioni straordinarie di acquisizione.
In merito il management ha confermato di aver individuato una società con sede in USA operante nel settore medicale-estetico che consentirebbe di raddoppiare il fatturato nella divisione medicale. Tale acquisizione consentirebbe di veicolare maggiori volumi produttivi attraverso la struttura operativa del Gruppo, sfruttando al meglio la leva operativa. El.En. SpA non ha ancora fornito alcuna indicazione circa gli orizzonti temporali di perfezionamento né in merito al valore dell'investimento.
- **Risorse umane:** porre attenzione allo sviluppo delle risorse umane puntando sulla formazione dello staff, sull'assunzione di professionisti qualificati e introducendo sistemi di incentivazione del personale.

ANDAMENTO ECONOMICO-FINANZIARIO

Fatturato in
crescita....

Il fatturato del Gruppo per l'anno 2000 è ammontato a Lit. 50,256 mld, in crescita dell'8,7% rispetto al 1999 e realizzato nei due principali mercati di sbocco: quello delle apparecchiature laser per medicina ed estetica e quello dei sistemi laser per lavorazioni industriali.

Il Gruppo ha inoltre sviluppato, parallelamente a questi settori, fatturato per il servizio di assistenza tecnica post-vendita per la clientela ed ha realizzato ricavi e proventi in relazione a progetti di ricerca e sviluppo

Nella tabella 1 abbiamo riportato la suddivisione del fatturato tra i quattro settori di attività e per area geografica: si può notare come tutti i settori abbiano fatto registrare un

incremento ad eccezione di quello medicale che rimane invariato. Dal punto di vista geografico risulta evidente come l'incremento del fatturato a livello complessivo è stato conseguito grazie all'espansione sui mercati esteri, in particolare quelli extraeuropei. Il decremento del fatturato in Italia è dovuto anche alla maggior attenzione dedicata alla penetrazione sui mercati esteri, che assicurano nel medio periodo più ampie potenzialità di crescita.

...espansione sui mercati esteri

Il settore medicale/estetico si è confermato il più importante per fatturato anche nell'anno 2000 nonostante la sostanziale stabilità dei ricavi.

Tab. 1 – Suddivisione fatturato per area di business e per area geografica

Lire milioni	1999	In %	2000	In %	var 1999/2000
Sistemi industriali	12.923	28,0%	16.134	32,1%	24,8%
Laser medicali	30.233	65,4%	30.204	60,1%	0%
Ricerca	235	0,5%	262	0,5%	11,5%
Assistenza	2.834	6,1%	3.657	7,3%	29,0%
Totale	46.225	100%	50.256	100%	8,7%
Italia	31.941	69,1%	26.065	51,9%	-18,4%
Europa	8.794	19,0%	10.557	21,0%	20,0%
Resto del mondo	5.490	11,9%	13.634	27,1%	148,3%
Totale	46.225	100%	50.256	100%	8,7%

Fonte: El.En. SpA

Il settore medicale/estetico anche nell'anno 2000 si è confermato il più importante per fatturato con Lit. 30.204 milioni. Il settore è composto da più segmenti, il più significativo dei quali, sempre dal punto di vista del fatturato, è quello della medicina estetica (offerta di prodotti per l'epilazione, per la cura delle lesioni vascolari e per la lipolisi).

Il settore medicale/estetico

Nel corso dell'esercizio 2000 la gamma di prodotti è stata integrata con l'introduzione di sistemi per l'epilazione e per la cura delle lesioni vascolari a tecnologia Nd: YAG a impulso lungo di potenza superiore rispetto a quelli proposti nel precedente esercizio.

Anche nel segmento dell'odontoiatria il Gruppo ha dato impulso alla ridefinizione della gamma di prodotti offerti grazie ad una partnership strategica con Anthos Impianti, leader nella produzione di apparecchiature per studi odontoiatrici.

Tab. 2 – Ripartizione fatturato settore medicale per tipologia di utilizzo

Lire milioni	1999	2000	var 1999/2000
CO ₂ Chirurgico	1.943	3.198	65%
Terapia	1.367	1.489	9%
Estetica	23.397	22.326	-5%
Dentale	2.451	1.229	-50%
Altri	822	1.195	45%
Accessori	253	767	203%
Totale fatturato	30.233	30.204	0%

Fonte: El.En. SpA

La tabella 3 mostra nel dettaglio l'evoluzione del fatturato nell'altro grande settore, quello delle applicazioni industriali, che nell'anno 2000 ha fatto registrare un tasso di crescita del 25%.

Il settore delle applicazioni industriali

Di particolare rilevanza è l'incremento del fatturato nella sorgentistica come risultato di un riposizionamento della gamma delle sorgenti offerte su un rapporto costo/prestazioni

favorevole per la clientela.

Tab. 3 – Ripartizione fatturato settore industriale per tipologia di utilizzo

Lire milioni	1999	2000	var 1999/2000
Taglio	8.622	10.072	17%
Marcatura	3.510	3.456	-2%
Sorgenti	499	2.124	326%
Saldatura	292	482	65%
Totale fatturato	12.923	16.134	25%

Fonte: El.En. SpA

Passando all'analisi dei margini si evidenzia un margine di contribuzione lordo in crescita del 5,9% che si è attestato a Lit. 27,8 mld rispetto a Lit. 26,251 mld dell'esercizio 1999. L'incidenza percentuale sul fatturato risulta tuttavia in diminuzione passando dal 56,8% al 55,3% di fine esercizio principalmente a causa dei seguenti fattori:

- mancato conseguimento di proventi per ricerca e sviluppo;
- leggera riduzione dei prezzi medi di vendita a seguito dell'aumento della quota di fatturato realizzato all'estero, sul quale vengono applicati sconti ai prezzi di listino;
- aumento di incidenza del costo dei materiali dovuto all'incremento delle rimanenze di prodotti finiti.

Potenziamento dell'organico di 19 unità

Le spese per il personale dipendente sono aumentate del 6,9% a Lit. 6,393 mld. L'organico è infatti passato dalle 86 unità del 31 dicembre 1999 alle 105 unità del 31 dicembre 2000. Le nuove assunzioni sono state effettuate allo scopo di dotare il Gruppo di strutture atte a sostenere una più intensa crescita dell'attività e hanno interessato varie funzioni, in particolare la commerciale estera francese e la ricerca e sviluppo.

Tra le attività del Gruppo riveste particolare rilievo la Ricerca e Sviluppo, attività per la quale nel corso del 2000 sono stati registrati costi di produzione pari a Lit. 3,9 mld e comprendenti spese per il personale ad essa dedicato, per l'acquisto di strumentazioni, materiali, attrezzature e per consulenze e servizi per la ricerca. Nessuna di queste spese è stata capitalizzata nell'esercizio 2000.

MOL in miglioramento...

Le considerazioni effettuate per il margine di contribuzione lordo sono valide anche con riferimento al mol che nell'esercizio 2000 ha registrato una crescita del 3,1% rispetto all'esercizio precedente attestandosi a Lit. 14,7 mld. L'incidenza sul fatturato risulta in diminuzione (dal 30,9% al 29,3%) a causa dei maggiori costi connessi con l'ampliamento strutturale ed organizzativo del Gruppo oltre che per quanto già evidenziato in precedenza.

...ma RO penalizzato dagli oneri per la quotazione

Peggiora invece, sia in valore assoluto (-5,8% rispetto all'esercizio 1999) che in percentuale sul fatturato (dal 27,9% del 1999 al 24,2% del 2000) il reddito operativo che flette a Lit. 12 mld circa, penalizzato dai notevoli incrementi degli ammortamenti relativi agli oneri sostenuti per la quotazione sul Nuovo Mercato e degli accantonamenti a fronte dei possibili oneri derivanti da eventuali atti di accertamento.

Utile del gruppo in ascesa del 4,3%

Con una gestione finanziaria che salda positivamente a Lit. 0,344 mld anche per gli interessi maturati sulle somme incassate in seguito alle operazioni sul capitale della Capogruppo El.En. Spa, ed una gestione straordinaria positiva per Lit. 0,038 mld (negativa per Lit. 0,278 mld nel 1999), l'utile pre-tax si attesta a Lit. 12,536 mld, in crescita dello 0,6% rispetto all'esercizio precedente. Il costo fiscale riferibile all'esercizio è influenzato dall'effetto Dual Income Tax (DIT) che determina una minore

incidenza percentuale delle imposte sul reddito imponibile fiscalmente consentendo al Gruppo di chiudere l'esercizio con un utile consolidato di pertinenza pari a Lit. 5,817 mld, in crescita del 4,4% rispetto al precedente esercizio.

Tab. 4 - Consolidato 1999, 2000 e I trimestre 2001

	31.12.1999	31.12.2000	31.3.2001
Fatturato	46.225	50.256	11.645
% crescita	39,5%	8,7%	n.d
Valore della produzione	49.045	53.409	13.344
% crescita	44,0%	8,9%	n.d
Margine di contribuzione lordo	26.251	27.800	5.627
% crescita	36,7%	5,9%	n.d
% del fatturato	56,8%	55,3%	48,3%
Margine operativo lordo	14.288	14.725	1.353
% crescita	147,6%	3,1%	n.d
% del fatturato	30,9%	29,3%	11,6%
Reddito operativo (EBIT)	12.896	12.154	927
% crescita	169,4%	-5,8%	n.d
% del fatturato	27,9%	24,2%	7,9%
Risultato della gestione	12.736	12.498	1.501
% crescita	194,0%	-1,9%	n.d
% del fatturato	27,6%	24,9%	12,9%
Risultato ante imposte	12.458	12.536	1.548
% crescita	186,8%	0,6%	n.d
% del fatturato	27,0%	24,9%	13,3%
Imposte	(5.703)	(5.702)	
Risultato di terzi	(1.180)	(1.017)	
Utile di competenza del Gruppo	5.575	5.817	
% crescita	279,0%	4,4%	
% del fatturato	12,1%	11,6%	

Fonte: nostre elaborazioni su dati El.En. SpA

Dal lato patrimoniale, la posizione finanziaria netta presenta un saldo positivo per Lit. 62,830 mld rispetto a Lit. 2,038 mld del 1999 determinato per la maggior parte dai proventi dei due aumenti di capitale a pagamento effettuati nell'esercizio: il primo nel mese di maggio che ha consentito l'ingresso nella compagine sociale di Banca Toscana Spa con un'immissione di liquidità per Lit. 17,5 mld; il secondo destinato alla quotazione delle azioni El.En. Spa sul Nuovo Mercato con un incasso al netto delle commissioni di circa Lit. 48 mld.

I due aumenti di capitale portano la PFN a 62,8 miliardi

Tab. 5 - Posizione finanziaria netta

Lit./mln	dic-1999	dic-2000	mar-2001
Debiti fin. a medio e lungo termine	(6.588)	(5.819)	(5.614)
Indebitamento fin. a medio e lungo termine	(6.588)	(5.819)	(5.614)
Debiti finanziari a breve	(611)	(778)	(654)
Disponibilità liquide	9.236	69.427	63.652
Posizione finanziaria netta a breve	8.625	68.649	62.997
Totale disponibilità finanziarie nette	2.038	62.830	57.383

Fonte: nostre elaborazioni su dati El.En. SpA

I trimestre
2001

Il primo trimestre 2001 si è chiuso per il Gruppo El.En. con un fatturato pari a Lit. 11,645 mld. Accanto ai principali mercati di sbocco (apparecchiature laser per medicina estetica e sistemi laser per lavorazioni industriali) il Gruppo ha consolidato l'attività di servizio assistenza post-vendita nei confronti della propria clientela e l'attività di ricerca e sviluppo.

Non risulta possibile fare un confronto con lo stesso periodo dell'esercizio precedente in quanto il Gruppo non aveva redatto, non sussistendone l'obbligo, il bilancio trimestrale consolidato al fine marzo 2000.

Va però sottolineato che il fatturato trimestrale risulta sostanzialmente invariato rispetto a quanto fatto segnare dal corrispondente periodo dell'esercizio precedente e sostanzialmente imputabile ai seguenti fattori:

- effetto della congiuntura critica riscontrata negli ultimi mesi sia negli Stati Uniti che in Giappone, di gran lunga il mercato estero più importante per il Gruppo nell'esercizio 2000;
- persistenti difficoltà nel mercato francese e nel mercato spagnolo;
- mancato consolidamento del fatturato della società di distribuzione nel settore medicale estetico in Germania, in quanto l'attività della nuova società è di fatto stata avviata con il mese di marzo.

L'incidenza percentuale per settore di attività risulta, al termine del primo trimestre 2001, sostanzialmente invariata rispetto a fine esercizio 2000. Il recupero registrato nel mercato interno è il risultato di una importante azione di marketing, in particolare nel settore medicale, volta a recuperare quote di mercato.

Comunque va ricordato che il potenziamento della rete commerciale estera e quindi l'aumento delle esportazioni rappresentano uno degli obiettivi principali dell'attività del Gruppo in considerazione del fatto che i mercati esteri, si ritiene, possano assicurare ampie potenzialità di crescita.

I margini del I
trimestre 2001

La sostanziale stabilità del fatturato per i motivi prima già ricordati ha determinato una flessione nei principali margini.

Il margine di contribuzione lordo presenta un peso percentuale sul fatturato in diminuzione (dal 55,3% al 48,3%) anche per effetto di un mix delle vendite a minore redditività e dell'incremento delle rimanenze di prodotti finiti. La medesima dinamica viene registrata dal margine operativo lordo (incidenza percentuale su ricavi che passa dal 29,3% al 11,6%) imputabile alla già ricordata stabilità delle vendite e, benché i costi di struttura e i costi del personale abbiano mantenuto i livelli previsti, da maggiori spese di R&S e dall'ampliamento dell'organico di 5 nuove unità assunte per potenziare la ricerca e sviluppo e il settore commerciale.

Il reddito operativo risente pesantemente di quanto sopra ricordato passando da un'incidenza sul fatturato del 24,2% di fine 2000 al 7,9% attuale dopo ammortamenti ed accantonamenti che si attestano, in termini percentuali, su livelli inferiori rispetto a fine esercizio precedente.

In lieve recupero il risultato ante imposte che passa dal 24,9% sul fatturato di fine 2000 all'attuale 13,3% grazie al positivo risultato della gestione finanziaria in virtù della liquidità detenuta.

A fine periodo il Gruppo si presenta con una posizione finanziaria netta positiva pari a Lit. 57,4 mld. L'assorbimento di liquidità è attribuibile al perfezionamento dell'acquisizione DEKA-LMS GmbH e all'espansione del capitale circolante netto.

LE PREVISIONI PER IL TRIENNIO 2001-2003

Negli ultimi anni la Società ha presentato tassi di crescita molto elevati che hanno portato ad un raddoppio del fatturato nel periodo 1997/1999. L'esercizio 2000 si è tuttavia chiuso con una crescita del fatturato più contenuta rispetto agli anni precedenti (+8,7%) dovuta in parte ad una fase di consolidamento.

Per il prossimo triennio, in funzione delle linee strategiche definite dalla Società, prevediamo una ulteriore espansione sui mercati esteri che ci porta a stimare un tasso medio di crescita (cagr) del fatturato consolidato pari al 20%.

**Previsioni per
il triennio
2001/2003:
il fatturato e ...**

Tale previsione è stata effettuata tenendo conto delle prospettive di sviluppo dei singoli settori, ma non considerando la nuova acquisizione nel settore medicale negli Stati Uniti, che rientra nei programmi del Gruppo, e che potrebbe portare El.En. nel più grande mercato a livello mondiale facendo raddoppiare il fatturato consolidato nel settore medicale/estetico.

Nell'esercizio 2001, nonostante il risultato del primo trimestre, il fatturato dovrebbe tornare a crescere in modo sostanziale. Prevediamo un incremento a livello consolidato pari al 20%, attribuibile per un 10% alla divisione medicale e per il 42% al settore dei sistemi industriali, come evidenziato nella tabella n.6.

Tab. 6 - Fatturato El.En.: tassi di crescita 2001/2003 per divisione

	2001E	Var. %	in %	2002E	var. %	in %	2003E	var. %	in %
Sistemi industriali	22.926	42,1%	38,0%	30.905	34,8%	42,7%	40.068	29,7%	46,1%
Laser medicali	33.406	10,6%	55,4%	37.414	12,0%	51,7%	42.652	14,0%	49,1%
Ricerca	266	1,5%	0,4%	271	1,8%	0,4%	276	1,8%	0,3%
Assistenza	3.712	1,5%	6,2%	3.779	1,8%	5,2%	3.847	1,8%	4,4%
	60.310	20,00%	100,0%	72.368	19,99%	100,0%	86.843	20,00%	100,0%

Fonte: Banca Aletti & C Spa

Lo stesso tasso di crescita (+20%) viene previsto anche per il biennio successivo con un buon contributo alla crescita della divisione industriale che a fine periodo dovrebbe pesare quasi per il 46% a fronte dell'attuale 32%.

Per quanto riguarda la suddivisione geografica ci aspettiamo un incremento della quota fatturata nei mercati esteri e in particolare nel Nord America che attualmente da solo rappresenta più del 60% del mercato mondiale delle applicazioni medicali/estetiche.

La sostanziale stabilità del fatturato registrata nel I trimestre 2001 dovrebbe portare ad una flessione dei principali margini previsti per l'esercizio in corso, tuttavia il processo di crescita che dovrebbe caratterizzare il biennio 2002/2003 consentirà ai margini intermedi di tornare a crescere sia in valore assoluto che in termini percentuali.

**... i margini
intermedi**

L'esercizio corrente dovrebbe registrare un margine di contribuzione lordo pari al 50% (Lit. 30,175 mld rispetto a Lit. 27,801 mld del 2000) e mantenersi sostanzialmente stabile in termini percentuali sul fatturato anche nel successivo biennio.

Il margine operativo lordo del 2001 dovrebbe attestarsi a Lit. 13,401 mld (in flessione del 9% rispetto all'esercizio 2000) con una incidenza sul fatturato del 22,2%. Nel biennio successivo l'incidenza sul fatturato dovrebbe, secondo le nostre previsioni, ritornare a

salire raggiungendo il 23,7% di fine 2003 (pari a Lit. 20,556 mld). Complessivamente, nel triennio, stimiamo un tasso medio di crescita del mol pari all'11,7%.

In presenza di ammortamenti e accantonamenti in leggera crescita in termini assoluti, il reddito operativo dovrebbe registrare un incremento medio annuo di poco inferiore al 12% raggiungendo a fine 2003 Lit. 16,865 mld e un return on sales 2003 (ros) del 19,4%. Per quanto riguarda l'esercizio corrente si stima una flessione del reddito operativo pari all'8,8% rispetto al 2000 (Lit. 11,079 mld rispetto a Lit. 12,154 mld) con una incidenza sul fatturato pari al 18,4%.

Nel periodo considerato la gestione finanziaria dovrebbe risultare in miglioramento per effetto della liquidità detenuta.

L'utile netto dovrebbe registrare una crescita media annua del 14,5% circa nel periodo considerato per raggiungere Lit. 8,738 mld rispetto al consuntivo 2000 pari a Lit. 5,817 mld. Tale previsione è stata effettuata ipotizzando un tax rate in diminuzione di circa 2 punti percentuali (43% circa nel triennio considerato).

Nella tabella riepilogativa sottostante riportiamo il fatturato previsto a livello consolidato e i margini reddituali per il periodo 2001/2003, sia in termini assoluti che in percentuale, con il relativo tasso di crescita medio.

Tab. 7 - Risultati economici periodo 2001/2003

Lire milioni	2001E	2002E	2003E	Cagr	2001E	2002E	2003E
Fatturato	60.309	72.367	86.841	20,0%	100,0%	100,0%	100,0%
M. di contrib. lordo	30.175	36.360	43.865	16,4%	50,0%	50,2%	50,5%
Mol	13.401	16.552	20.556	11,8%	22,2%	22,9%	23,7%
R. operativo	11.079	13.440	16.865	11,5%	18,4%	18,6%	19,4%
Utile netto	5.745	7.043	8.738	14,5%	9,5%	9,7%	10,1%

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

La PFN L'evoluzione della posizione finanziaria netta riflette investimenti tecnici lordi nel periodo pari a Lit. 9 mld e un dividendo stimato in leggera crescita e dunque con un pay-out ratio prudenzialmente in progressiva riduzione. Il capitale circolante netto dovrebbe restare sostanzialmente stabile in termini percentuali rispetto al fatturato (30%).

Tab. 8 - Rendiconto finanziario

Lire milioni	2000	2001E	2002E	2003E
Posizione fin. netta a inizio periodo	2.037	62.830	61.293	61.426
Utile netto	5.817	5.745	7.043	8.738
Ammortamenti	1.688	1.749	2.171	2.605
Variazioni nette f.di M/L	1.118	0.310	0.170	0.400
Cash flow	8.623	7.803	9.384	11.743
Cash in/out flow della gestione del ccn.	(9.016)	(3.183)	(3.733)	(4.521)
Cash flow della gestione ordinaria	(0.392)	4.620	5.651	7.223
Investimenti	(5.322)	(3.000)	(3.300)	(3.500)
Variazioni non gestionali del PN di gruppo:	67.415	(1.781)	(1.840)	(2.300)
- per aumenti di capitale/rimborsi di finanz.	67.415	-	-	-
- per dividendi	-	(1.781)	(1.840)	(2.300)
Variazioni non gestionali del PN di terzi	(0.497)	(1.159)	(0.700)	(0.900)
Altro	(0.410)	(0.217)	0.323	(0.439)
Cash flow dell'esercizio	60.794	(1.537)	0.134	0.084
Posizione fin. netta di fine periodo	62.830	61.293	61.426	61.510
Posizione fin. netta media	32.434	62.062	61.360	61.468

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

LA VALUTAZIONE

La determinazione del valore della società è stata ottenuta utilizzando come metodologia principale il metodo finanziario (Dcf) e utilizzando il metodo dei multipli di mercato come controllo.

I motivi di tale scelta sono riconducibili essenzialmente alla difficoltà di identificare dei veri e propri *comparables* di mercato per il gruppo El.En., sia in termini di dimensioni che di operatività.

D'altra parte riteniamo opportuno sottolineare che le proiezioni utilizzate nel Dcf non tengono conto della prospettata acquisizione e pertanto potrebbero essere soggette a sostanziali scostamenti nell'ipotesi di conclusione della citata operazione.

Il metodo finanziario è stato applicato per un periodo temporale di 7 anni ed è basato sulle seguenti ipotesi: II DCF

- Tasso free risk=5,30%
- Tasso risk premium=4,13%
- Beta=1
- Costo medio del capitale=8,98%

Nel calcolo del valore residuo è stata ipotizzata una crescita di lungo periodo pari al 2% tenendo conto delle peculiarità del settore. Il modello è stato applicato ai dati derivati dalla determinazione analitica dei flussi di cassa per il triennio 2001/2003 e alla proiezione dei valori per il biennio successivo ipotizzando un leggero miglioramento dell'efficienza operativa, investimenti costanti e ammortamenti in leggera crescita con un CCN pari al 30%. Il tax rate si è ipotizzato prudenzialmente in linea con quello da noi stimato per l'esercizio 2003.

I risultati del calcolo del DCF sono riportati nella sottostante tabella n.9.

Tab. 9 - Discounted cash flow - dati in Lit./mln

N. di anni considerati	7							
Beta	1,00							
Tasso Free risk	5,30%							
Market premium	4,13%							
Costo medio dell'indebitamento	4,43%							
Costo del capitale proprio	9,43%							
Costo medio del capitale	8,97%							
Tasso di crescita atteso	2,00%							
FREE CASH FLOW OPERATIVO	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	
Reddito operativo	11,08	13,44	16,87	20,32	23,93	27,79	31,98	
Imposte	4,82	5,82	7,31	8,74	10,29	11,95	13,75	
Ammortamenti	1,75	2,17	2,61	3,11	3,61	4,11	4,31	
Variazione CCN	3,18	3,73	4,52	4,05	4,88	5,98	7,33	
Investimenti	3,00	3,30	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	
Free Cash Flow operativo	1,83	2,76	4,14	7,14	8,87	10,46	11,70	
Free Cash Flow attualizzato	1,76	2,44	3,35	5,30	6,03	6,52	6,69	
VALORE D'AZIENDA								
Free Cash Flow attualizzato	32,10							
+ Terminal Value attualizzato	86,45							
Valore totale	118,55							
- Indebitam. fin. Netto	61,29							
Valore economico	179,84							
N° azioni	4.600							
Valore per azione	39.096 Lit.							
Valore per azione	20,19 Euro							

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

Sulla base delle nostre ipotesi, il prezzo obiettivo del titolo risulta pari a € 20,19.

Il Gruppo presenta un grado di patrimonializzazione molto elevato con un rapporto D/E pari allo 0,074 previsto per l'esercizio 2001. Un miglior uso della leva finanziaria consentirebbe un abbassamento del costo medio ponderato del capitale (Wacc) con evidenti riflessi sulla valutazione teorica del titolo come riscontrabile nella tabella 10 relativa all'analisi di sensitività condotta ipotizzando un tasso di crescita (g) rispettivamente pari a 1,5% e 2,5% e un costo medio ponderato del capitale (wacc) rispettivamente pari a 8,5% e 9,5%.

Tab. 10 - Analisi di sensitività

Wacc/g	1,5%	2,0%	2,5%
8,50%	20,43	21,24	22,19
8,98%	19,47	20,19	20,97
9,50%	18,55	19,13	19,81

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

Il prezzo obiettivo risulta oscillante in un range compreso tra € 18,55 e € 22,19.

I multipli di mercato

Come anticipato in premessa, risulta abbastanza difficile individuare dei veri e propri competitors.

Per la scelta del campione di riferimento sono state selezionate nove società: sei società statunitensi, una italiana e due quotate al nuovo mercato tedesco. Tra le società individuate solamente Coherent e ESC Medical System operano sia nel settore delle applicazioni medicali/estetiche sia in quello industriale.

Nella tabella n.11 vengono indicati i valori del EV su fatturato, ebitda e ebit delle società del campione di riferimento per mezzo del quale è stata effettuata la valutazione di El.En.

Tab. 11 - Multipli di borsa

	EV/Fatturato	EV/Ebitda	EV/Ebit	Ebit Margin
Candela	0,61	4,48	4,88	22,5
ESC Medical System	4,99	14,49	17,46	12,8
Laserscope	0,81	15,33	69,53	1,5
Palomar	1,19	-	-	-
Excel Technology	2,23	9,34	10,92	21,5
Coherent	1,78	11,23	15,57	9,9
Prima Industrie	0,80	7,07	8,39	9,5
Lambda Physik	7,00	45,10	56,90	12,3
Asclepion-Meditec	0,91	8,35	11,20	8,1
Media	2,26	14,42	24,36	12,29
Mediana	1,19	10,29	13,39	11,10
El.En. (multipli 2001 a pr. correnti)	1,65	7,44	9,00	
El.En. (multipli 2001 utilizzando pr. obiettivo)	1,98	8,89	10,76	

Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg.

Tenendo conto della notevole dispersione che presentano i multipli relativi al campione riteniamo opportuno prendere a riferimento i valori mediani.

Applicando tali multipli ai dati previsionali 2001 della società si ottiene un prezzo teorico variabile in un intervallo compreso tra € 14,87 e € 23,46.

In dettaglio si rileva che in termini di ev/fatturato previsto per il 2001 il valore teorico del titolo si posiziona sul livello minimo del range individuato, ma questo è in parte spiegabile con la dimensione limitata che caratterizza il gruppo e secondariamente con la crescita del fatturato registrata nell'esercizio 2000 non in linea con le aspettative. La valutazione che si ottiene utilizzando i multipli ev/ebitda e ev/ebit esprime un valore più elevato (compreso tra € 22,28 e € 23,46) attribuibile agli elevati margini che la società sa esprimere (18,4% previsto per il 2001) rispetto ai competitors, come riportato nella tabella 11.

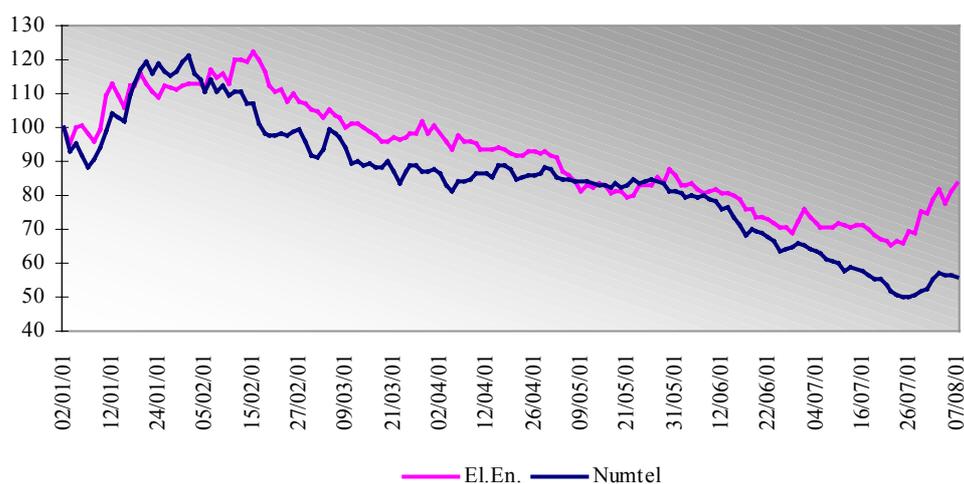
Sulla base delle considerazioni sopra esposte e tenendo conto sia dell'elevata volatilità che contraddistingue i prezzi dei titoli quotati al Nuovo Mercato sia dei limiti espressi in precedenza relativi al campione di riferimento, si ritiene opportuno considerare come valore obiettivo quanto emerso attraverso l'applicazione del metodo finanziario (€ 20,19), raggiungibile nel medio periodo, soprattutto se venissero confermate le interessanti previsioni di crescita in termini di fatturato.

ANDAMENTO DI BORSA

Quotato a partire dall'11 dicembre 2000 e collocato ad un prezzo di € 26, il titolo ha fino ad oggi sovraperformato quasi per l'intero periodo (ad eccezione del periodo 18 gennaio-2 febbraio, 9-11 maggio e 21-25 maggio) l'indice del Nuovo Mercato, pur registrando una flessione di quasi il 50%. Il grafico sottostante evidenzia l'andamento decrescente del titolo e dell'indice Numtel.

El.En. e l'indice di riferimento

Grafico 3 - Andamento El.En. e indice Nuovo Mercato



Fonte: Bloomberg

Da inizio quotazione il titolo ha raggiunto il suo massimo il 15 febbraio 2001 con un prezzo di 26,20 euro (in probabile concomitanza con il rilascio, da parte della Società, di

un comunicato stampa relativo ad alcuni dati di bilancio sull'esercizio 2000) mentre il minimo è stato gradualmente raggiunto il 24 luglio fino a toccare 13,58 euro.

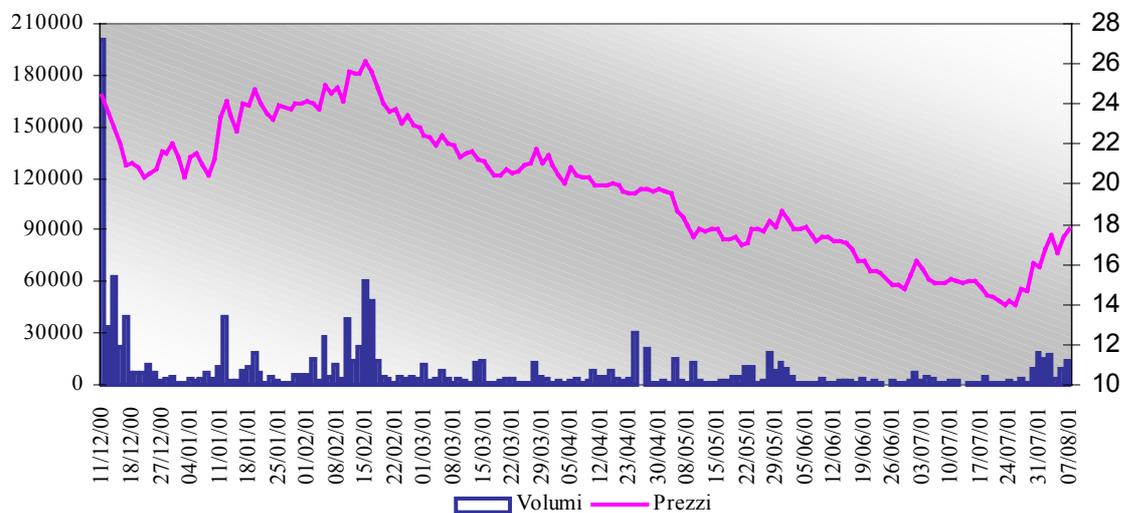
Se prendiamo in considerazione i volumi scambiati e i prezzi corrispondenti, si può notare come, salvo il primo giorno di quotazione in cui i volumi scambiati sono stati pari a 201.208 azioni con un controvalore di 4.905.451 euro, c'è stato un progressivo calo degli scambi che il 25 aprile hanno raggiunto il minimo di 334 avvicinato anche nei mesi di giugno e luglio. La media dei volumi scambiati dall'11 dicembre 2000, pari a 8.126, è influenzata dagli scambi effettuati nei primi giorni di quotazione e nei giorni 15-16 febbraio e quindi supera abbondantemente la media degli altri mesi dell'anno. Interessante la ripresa nei primi giorni d'agosto, con una media dei volumi scambiati molto superiore a quella dei mesi precedenti e un prezzo che oscilla attorno ai 17 euro.

Tab. 12 - Volumi medi giornalieri da inizio quotazione

Mese	Ctv medio giornaliero (euro)	Media Giornaliera
Dicembre 2000	730.599	31.496
Gennaio 2001	153.107	6.499
Febbraio 2001	369.500	14.657
Marzo 2001	101.023	4.693
Aprile 20001	105.006	5.289
Maggio 2001	105.006	5.871
Giugno 2001	30.129	1.812
Luglio 2001	50.892	3.303
Agosto 2001	206.624	11.955
Media	178.166	8.126

Fonte: nostra elaborazione su dati Bloomberg

Gráfico 4 - El.En.: prezzi e volumi da inizio quotazione



Fonte: Bloomberg

Allegati

Conto economico consolidato

	1999	2000	2001E	2002E	2003E
Fatturato	46,225	50,256	60,309	72,367	86,841
% crescita	39,5%	8,7%	20,0%	20,0%	20,0%
Valore della produzione	49,045	53,409	64,009	76,567	91,541
% crescita	44,0%	8,9%	19,8%	19,6%	19,6%
Costi esterni e altri servizi diretti	(22,793)	(25,608)	(33,833)	(40,207)	(47,676)
Margine di contribuzione lordo	26,251	27,800	30,175	36,360	43,865
% crescita	36,7%	5,9%	8,5%	20,5%	20,6%
% del fatturato	56,8%	55,3%	50,0%	50,2%	50,5%
Costi per servizi e oneri operativi	(5,984)	(6,683)	(8,850)	(10,400)	(12,150)
Valore aggiunto	20,267	21,118	21,325	25,960	31,715
% crescita	93,2%	4,2%	1,0%	21,7%	22,2%
% del fatturato	41,3%	39,5%	33,3%	33,9%	34,6%
Costi per il personale:	(5,979)	(6,393)	(7,925)	(9,408)	(11,159)
Margine operativo lordo	14,288	14,725	13,401	16,552	20,556
% crescita	147,6%	3,1%	-9,0%	23,5%	24,2%
% del fatturato	30,9%	29,3%	22,2%	22,9%	23,7%
Accantonamenti e svalutazioni	(0,549)	(0,883)	(0,573)	(0,941)	(1,086)
Ammortamenti	(0,843)	(1,688)	(1,749)	(2,171)	(2,605)
Reddito operativo (EBIT)	12,896	12,154	11,079	13,440	16,865
% crescita	169,4%	-5,8%	-8,8%	21,3%	25,5%
% del fatturato	27,9%	24,2%	18,4%	18,6%	19,4%
Gestione finanziaria:	(0,160)	0,344	1,206	1,447	1,737
Risultato della gestione	12,736	12,498	12,285	14,888	18,602
% crescita	194,0%	-1,9%	-1,7%	21,2%	25,0%
% del fatturato	27,6%	24,9%	20,4%	20,6%	21,4%
Gestione straordinaria:	(0,278)	0,038	-	-	-
Risultato ante imposte	12,458	12,536	12,285	14,888	18,602
% crescita	186,8%	0,6%	-2,0%	21,2%	25,0%
% del fatturato	27,0%	24,9%	20,4%	20,6%	21,4%
Imposte	(5,703)	(5,702)	(5,341)	(6,445)	(8,064)
Risultato di terzi	(1,180)	(1,017)	(1,200)	(1,400)	(1,800)
Utile di competenza del gruppo	5,575	5,817	5,745	7,043	8,738
% crescita	279,0%	4,3%	-1,2%	22,6%	24,1%
% del fatturato	12,1%	11,6%	9,5%	9,7%	10,1%
Utile rett. di competenza del gruppo	5,747	5,794	5,745	7,043	8,738
% crescita	292,7%	0,8%	-0,9%	22,6%	24,1%
% del fatturato	12,4%	11,5%	9,5%	9,7%	10,1%
Cash flow rett.	6,589	7,482	7,279	9,168	11,343

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

Stato patrimoniale consolidato

	1999	2000	2001E	2002E	2003E
Totale immobilizzazioni	8,654	12,183	14,044	15,673	17,268
Rimanenze	7,797	13,060	15,366	18,439	21,889
Crediti commerciali	9,366	13,721	16,358	19,827	23,554
Debiti commerciali	9,193	11,690	14,044	16,853	19,509
Altre poste CCN	(1,990)	(0,095)	0,500	0,500	0,500
Totale circolante netto	5,980	14,996	18,180	21,913	26,433
F.di a medio lungo	1,899	2,807	1,193	0,785	0,647
Capitale investito netto	12,736	24,371	31,031	36,801	43,054
Patrimonio netto di gruppo	12,729	84,661	88,624	93,826	99,264
Patrimonio di terzi	2,044	2,541	3,700	4,400	5,300
Indebitamento fin. netto	(2,037)	(62,830)	(61,293)	(61,426)	(61,510)
Totale fonti	12,736	24,371	31,031	36,801	43,054
Indebitamento fin. netto a breve	(8,626)	(68,649)	(66,963)	(67,096)	(67,180)

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

Ratio analysis	1999	2000	2001E	2002E	2003E
Indici reddituali					
ROE %	43,80	6,87	6,48	7,51	8,80
ROI %	119,00	56,36	37,13	37,32	39,77
ROCE %	101,26	49,87	35,70	36,52	39,17
Utile/fatturato %	12,43	11,53	9,53	9,73	10,06
ROS %	27,90	24,18	18,37	18,57	19,42
MOL/fatturato %	30,91	29,30	22,22	22,87	23,67
Fatturato per dipendente	553,59	520,79	511,09	528,23	542,76
Cash flow/fatturato %	14,26	14,89	12,43	12,73	13,06
Costo medio dipendenti	-71,61	-66,25	-67,16	-68,67	-69,74
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti	(2,037)	(62,830)	(61,293)	(61,426)	(61,510)
Debt/equity	(0,160)	(0,742)	(0,692)	(0,655)	(0,620)
Att. correnti/pass. correnti	1,93	6,42	5,76	5,34	5,08
Acid test	1,45	5,58	4,93	4,48	4,16
Capex/fatturato	2,51	10,59	4,97	4,56	4,03
Circolante					
Capitale circolante	5,980	14,996	18,180	21,913	26,433
Capitale circolante/fatturato	13%	30%	30%	30%	30%
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	2.400	4.600	4.600	4.600	4.600
EPS	2.323	1.265	1.249	1.531	1.900
EPS rettificato	2.394	1.260	1.249	1.531	1.900
CFPS	2.674	1.632	1.629	2.003	2.466
CFPS rettificato	2.746	1.627	1.629	2.003	2.466
BVPS	5.304	18.404	19.266	20.397	21.5790
P/E rettificato	14,56	27,67	27,91	22,76	18,35
P/CF rettificato	12,69	21,43	21,39	17,40	14,13
P/BV	6,57	1,89	1,81	1,71	1,62
DIV	-	387	400	500	600
Yield	0,00%	1,11%	1,15%	1,43%	1,72%
Dividendi	-	1,781	1,840	2,300	2,760
Pay-out %	-	30,6	32,0	32,7	31,6
Tax rate %	45,78	45,48	43,47	43,29	43,35
EV/fatturato	1,79	2,57	1,65	1,39	1,16
EV/EBITDA	5,79	8,76	7,44	6,08	4,91
EV/EBIT	6,42	10,61	9,00	7,48	5,98

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

note

QUESTO DOCUMENTO E' STATO PREDISPOSTO DA BANCA ALETTI & C. S.P.A. ("BANCA ALETTI").

BANCA ALETTI & C. S.P.A. PUO' AVERE UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO AGLI EMITTENTI, AGLI STRUMENTI FINANZIARI E ALLE OPERAZIONI OGGETTO DI ANALISI IN QUANTO INCARICATA DALL'EMITTENTE EL.EN. S.P.A. A SVOLGERE L'ATTIVITA' DI OPERATORE SPECIALISTA, AI SENSI DI QUANTO PREVISTO DAL REGOLAMENTO DEL NUOVO MERCATO ORGANIZZATO E GESTITO DA BORSA ITALIANA S.P.A. E DALLE RELATIVE ISTRUZIONI. L'INCARICO DI SPECIALISTA COMPORTA, OLTRE ALLA REDAZIONE E ALLA DIFFUSIONE DELLA PRESENTE ANALISI, LO SVOLGIMENTO DA PARTE DI BANCA ALETTI & C. S.P.A. DI ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO SULLE AZIONI ORDINARIE DELL'EMITTENTE EL.EN: S.P.A. DA TALE ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO PUO' DERIVARE L'ACCUMULO, IN CAPO A BANCA ALETTI & C. S.P.A., DI POSIZIONI LUNGHE O CORTE NEI MEDESIMI STRUMENTI FINANZIARI.

MENTRE LE INFORMAZIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E LE OPINIONI IVI INDICATE SI BASANO SU FONTI RITENUTE ATTENDIBILI, NON E' STATA EFFETTUATA UNA VERIFICA INDIPENDENTE DEL CONTENUTO DI QUESTO DOCUMENTO. CONSEGUENTEMENTE NESSUNA DICHIARAZIONE O GARANZIA, ESPRESSA O IMPLICITA, E' FORNITA, NE' ALCUN AFFIDAMENTO PUO' ESSERE FATTO RIGUARDO ALLA PRECISIONE, COMPLETEZZA O CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI E DELLE OPINIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E, NE' LA SOCIETA', NE' BANCA ALETTI, NE' ALCUN LORO AMMINISTRATORE, DIRIGENTE, QUADRO O DIPENDENTE POTRA' ESSERE RITENUTO RESPONSABILE (PER COLPA O DIVERSAMENTE) PER DANNI DERIVANTI DALL'UTILIZZO O DAL CONTENUTO DEL PRESENTE DOCUMENTO OVVERO PER DANNI COMUNQUE CONNESSI CON IL PRESENTE DOCUMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCE NE' FORMA PARTE DI NESSUNA OFFERTA DI VENDITA O DI SOTTOSCRIZIONE, NE' IL MEDESIMO O CIASCUNA DELLE SUE PARTI COSTITUIRA' LA BASE PER QUALSIVOGLIA CONTRATTO O IMPEGNO DI QUALSIASI TIPO.

IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI OVVERO DISTRIBUITI NEGLI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE O AD ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE. LA DISTRIBUZIONE DI QUESTO DOCUMENTO IN ALTRE GIURISDIZIONI PUO' ESSERE SOGGETTA A RESTRIZIONI E PERTANTO LE PERSONE ALLE QUALI DOVESSE PERVENIRE TALE DOCUMENTO SI DOVRANNO INFORMARE SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA DA BANCA ALETTI & C. S.P.A. MEDIANTE TRASMISSIONE DI SUPPORTI CARTACEI OVVERO DI FORMATI ELETTRONICI NON MODIFICABILI OLTRE CHE NELL'AMBITO DEL SITO WWW.ALETTIBANK.IT, NELL'AREA RISERVATA AI CLIENTI REGISTRATI.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A PARTIRE DALL'9 AGOSTO 2001.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A CIRCA N. 150 INVESTITORI PROFESSIONALI ITALIANI (COME DEFINITI AGLI ARTICOLI 25 E 31 DEL REGOLAMENTO APPROVATO CON DELIBERAZIONE CONSOB N. 11522/1998 E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI) ED ISTITUZIONALI ESTERI, AD ESCLUSIONE DI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE, OLTRE AI CLIENTI REGISTRATI NELL'AMBITO DEL SITO WWW.ALETTIBANK.IT.